

# 東日本旅客鉄道 (9020)

<目標株価変更>

## 23/3 期は黒字化へ、運賃制度見直しにも注目

- 目標株価を 8,000 円へ引き下げ、投資評価「2」は据え置き
- 運賃制度見直しに先駆け、バリアフリー料金制度活用効果 230 億円に
- 品川開発は 26/3 期以降に順次貢献へ

	(前回)	(今回)
投資評価	2	<b>2</b>
目標株価	8,100 円	<b>8,000 円</b>
		乖離率: +19.5%
運輸・倉庫 業種格付け		中立
株価(5/27)		6,697.0 円
1日売買代金(直近30日平均)		10,941 百万円
時価総額		2,531,013 百万円
発行済株式数		377,932 千株
外国人持株比率		27.4 %
PBR(23/3 予)		1.03 倍
NetDER(23/3 予)		1.6 倍
配当利回り(23/3 予)		1.5 %
ROE(23/3 予)		3.9 %
中期 EPS 成長率		- %

発行済株式数は自己株を含む  
注: 中期 EPS 成長率は FY0A~FY5E  
出所: QUICK、SMBC日興証券予想

		23/3	23/3	23/3
		(前予)	(今予)	(I/B/E/S)
売上高	百万円	2,575,000	2,500,000	2,422,076
営業利益	百万円	266,000	191,000	196,965
純利益	百万円	146,000	94,000	105,766
EPS	円	387.0	249.2	278.7
DPS	円	100.0	100.0	102.7
		24/3	24/3	24/3
		(前予)	(今予)	(I/B/E/S)
売上高	百万円	2,730,000	2,730,000	2,623,674
営業利益	百万円	348,000	323,000	328,422
純利益	百万円	206,000	193,000	198,914
EPS	円	547.5	511.6	527.3
DPS	円	110.0	110.0	128.4

コンセンサスは 5 月 27 日時点  
出所: Refinitiv、SMBC日興証券予想

### Analysts

シニアアナリスト  
川嶋 宏樹  
アナリスト  
峯 大喜

### Action and catalysts

弊社は、東日本旅客鉄道(以下「同社」、5/27 終値 6,697 円)の目標株価を従来の 8,100 円から 8,000 円へ引き下げた。セクター内の相対評価に基づく投資評価「2」に変更はない。検討が進んでいる運賃制度見直しの短期的な収益改善効果は限定的であるものの、在来線の収支改善につながる見直しやローカル線の多様なモビリティへの転換が行われれば、中長期的な効果は増大すると期待される。

### What we changed

弊社営業利益予想について、23/3 期は 1,910 億円(22/3 期の営業損失 1,539 億円から 3,449 億円改善)と従来予想に対し 750 億円減額し、24/3 期は 3,230 億円(前期比 69%増)と 250 億円減額し、25/3 期は 300 億円減額、26/3 期は 200 億円減額修正した。主な変更点は、(1) 23/3 期の鉄道運輸収入想定との減額と、(2) 非運輸事業に関し、22/3 期実績及び 23/3 期計画を踏まえて弊社予想を見直したことである。また、27/3 期予想を新たに作成した。23/3 期初時点で感染症による需要への悪影響が残っていたことや 3 月 16 日に発生した福島県沖地震の影響を考慮し、新幹線定期外収入について 19/3 期比で、23/3 期 1Q は 60%、2Q は 75%、3Q は 80%、4Q は 85%、通期では 75%(従来想定は 80%)と想定した。24/3 期は 90%、25/3 期は 95%と徐々に回復していくとの中期的な見方には変更ない。目標株価について、弊社予想の修正を踏まえて引き下げた。

### Our focus points

感染症影響による業績悪化過程で硬直的な現行制度における課題についての議論の必要性が高まったことから、「鉄道運賃・料金制度のあり方に関する小委員会」が設置され、6 月に中間とりまとめが公表される予定である。同社は、業界を代表して多くの論点を提示しており、より柔軟な制度への見直しが進むことを期待したい。

23/3 期の不動産事業の「回転型ビジネスモデル」の業績貢献は前期比で縮小する見込み。他方で、品川開発プロジェクト第 I 期のスケジュールが公表され、中核となる 4 街区は 2024 年度末に開業予定となった。2025 年度中に開業予定の街区を含む全街区の通常稼働時の収益見込みは約 560 億円である。

### 東日本旅客鉄道(9020): 業績サマリー(日本会計基準、連結)

		21/3	22/3	23/3 予	24/3 予	25/3 予	26/3 予	27/3 予
売上高	百万円	1,764,584	1,978,967	2,500,000	2,730,000	2,840,000	2,960,000	3,000,000
営業利益	百万円	-520,358	-153,938	191,000	323,000	375,000	424,000	447,000
純利益	百万円	-577,900	-94,948	94,000	193,000	230,000	264,000	280,000
EPS	円	-1,531.9	-251.7	249.2	511.6	615.4	715.0	767.7
DPS	円	100.0	100.0	100.0	110.0	130.0	150.0	170.0
PER	倍	-	-	26.9	13.1	10.9	9.4	8.7
EV/EBITDA	倍	-	28.8	10.7	8.5	7.9	7.5	7.4

注: EPS は希薄化前  
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

SMBC NIKKO CAPITAL MARKETS LTD    SMBC NIKKO SECURITIES AMERICA, INC    SMBC日興証券株式会社

SMBC日興証券およびその関連会社は本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が弊社に存在する可能性があることをご認識ください。本レポートはあくまで投資を決定する上での材料の一つとお考えください。

アナリスト認証および米国外のアナリストの開示事項を含む重要な開示事項は末尾の補足をご参照ください。

For the exclusive use of registered ID log-in on 16-Jan-2025 11:02 JST

**Key drivers**

(1) 首都東京を中核とした鉄道輸送サービスの維持・強化、(2) 生活サービス事業の拡大、(3) 株主還元強化の3点がポイントである。同社の事業エリアは、人口動態上は他地域より優位にあり、この点を鉄道事業のみならず生活サービス事業にどの程度活かせるかが成長スピードを左右しよう。

**Valuation and risks (目標株価: 8,000 円)**

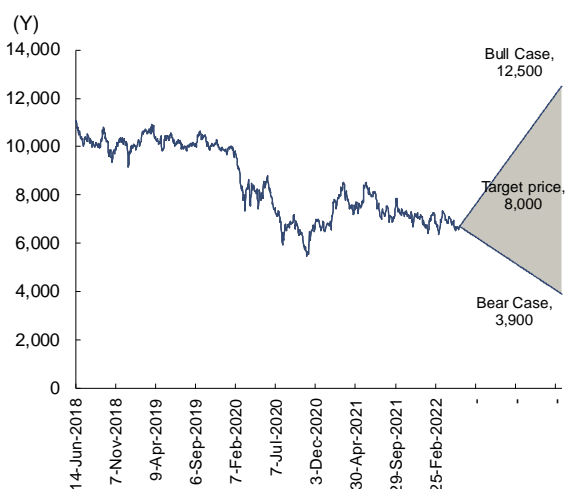
目標株価は、残余利益モデル(株式リスクプレミアム 6.0%、リスクフリーレート 1.0%、60 ヶ月修正ベータ)により算出した。リスク要因は、(1) 景気変動、域内人口の増減等に伴う需要増減、(2) 自然災害、テロ、感染症や大規模事故などによる運行上の支障発生、(3) 航空業界など他の交通手段との競争環境の変化、(4) 運賃認可などに関する行政上の取り扱い変化、など。

**Bull case fair value (12,500 円)**

ブルケースでは、標準シナリオの 27/3 期予想に対し、単体鉄道運輸収入が 10% 増加し、連結運輸事業の営業利益が増収額分増加すると想定した。また、運輸事業以外の各事業の営業収益が 10% 増加し営業利益が 20% 増加すると想定した。この場合の 27/3 期営業利益は 6,650 億円になると試算される。これをもとに、他の前提条件を標準シナリオと同一として残余利益モデルで算出した一株当たり株式価値は 12,500 円となる。

**Bear case fair value (3,900 円)**

ベアケースでは、標準シナリオの 27/3 期予想に対し、単体鉄道運輸収入が 10% 減少し、連結運輸事業の営業利益が減収額分減少すると想定した。また、運輸事業以外の各事業の営業収益が 10% 減少し営業利益が 20% 減少すると想定した。この場合の 27/3 期営業利益は 2,330 億円になると試算される。これをもとに、他の前提条件を標準シナリオと同一として残余利益モデルで算出した一株当たり株式価値は 3,900 円となる。

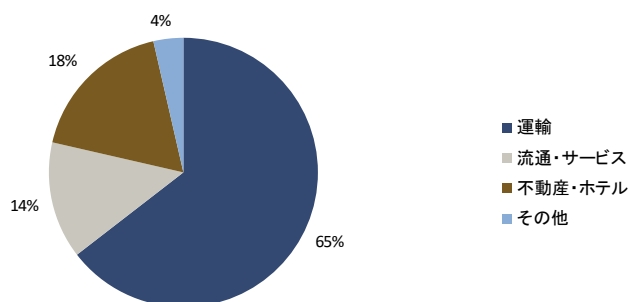
**東日本旅客鉄道(9020)****Company profile**

1987年の国鉄の分割民営化により発足した旅客鉄道会社の一つ。旧国鉄の流れを汲むJR各社の中で最も事業規模が大きい。事業エリアは、関東及び東北地方を中心に、新潟県、山梨県、長野県、静岡県まで広がる。また、東北新幹線(東京～新青森)、上越新幹線(大宮～新潟)と、北陸新幹線の一部(高崎～上越妙高)を運行している。連結業績の70%程度を占める主要事業である運輸事業の他に、流通・サービス事業、不動産・ホテル事業といった生活サービス事業も展開している。

**東日本旅客鉄道(9020): 為替感応度(1円円安に対する影響)**

	為替前提				為替感応度(百万円) 23/3 予				為替感応度(%) 24/3 予			
	23/3 予		24/3 予		売上高		営業利益		売上高		営業利益	
	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€
会社予想	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
日興予想	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

感応度(%)は次年度予想にて通期ベースで算出。出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

**事業別売上高(22/3 期実績)**

出所: 会社資料、SMBC日興証券

東日本旅客鉄道(9020):業績表(日本会計基準、連結)											
	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	ROE EV/EBITDA (%) (倍)
21/3	1,764,584	-40.1	-520,358	-	-579,798	-	-577,900	-	-1,531.9	-	-20.3
22/3	1,978,967	12.1	-153,938	-	-179,501	-	-94,948	-	-251.7	-	-3.9
23/3	1Q 予	535,000	23.4	28,000	-	17,000	-	11,000	-	-	-
23/3	2Q 予	625,000	40.6	77,000	-	62,000	-	41,000	-	-	-
23/3	3Q 予	650,000	7.4	72,000	-1.8	62,000	-11.7	42,000	-31.7	-	-
23/3	4Q 予	690,000	39.1	14,000	-	5,000	-	0	-	-	-
23/3	1H 予	1,160,000	32.1	105,000	-	79,000	-	52,000	-	-	-
23/3	1-3Q 予	1,810,000	22.1	177,000	-	141,000	-	94,000	-	-	-
23/3	会予	2,453,000	24.0	153,000	-	98,000	-	60,000	-	159.1	42.1
23/3	今予	2,500,000	26.3	191,000	-	146,000	-	94,000	-	249.2	26.9
23/3	前予	2,575,000	30.1	266,000	-	220,000	-	146,000	-	387.0	17.3
23/3	コンセンサス	2,422,076	22.4	196,965	-	156,493	-	105,766	-	278.7	24.0
24/3	今予	2,730,000	9.2	323,000	69.1	279,000	91.1	193,000	2.1倍	511.6	13.1
24/3	前予	2,730,000	6.0	348,000	30.8	304,000	38.2	206,000	41.1	547.5	12.2
24/3	コンセンサス	2,623,674	8.3	328,422	66.7	288,271	84.2	198,914	88.1	527.3	12.7
25/3	今予	2,840,000	4.0	375,000	16.1	332,000	19.0	230,000	19.2	615.4	10.9
25/3	前予	2,840,000	4.0	405,000	16.4	362,000	19.1	261,000	26.7	699.3	9.6
25/3	コンセンサス	2,655,808	1.2	379,633	15.6	327,404	13.6	228,191	14.7	607.9	11.0

株価は5月27日時点、コンセンサス(I/B/E/S)は5月27日時点

注:EPSは希薄化前

出所:会社資料、QUICK、Refinitiv、SMBC日興証券予想

東日本旅客鉄道(9020):主要財務比率									
会計基準	20/3 連結	21/3 連結	22/3 連結	23/3 予 連結	24/3 予 連結	25/3 予 連結	26/3 予 連結	27/3 予 連結	
<b>一株当たり指標</b>									
EPS(円)	524.9	-1,531.9	-251.7	249.2	511.6	615.4	715.0	767.7	
BPS(円)	8,340.0	6,719.9	6,348.6	6,497.8	6,909.4	7,398.2	7,963.4	8,567.8	
DPS(円)	165.0	100.0	100.0	100.0	110.0	130.0	150.0	170.0	
一株当たりFCF(円)	-405.3	-2,490.1	-890.3	933.4	239.8	-46.3	-186.3	55.4	
<b>バリュエーション</b>									
PER(倍)	15.6	-	-	26.9	13.1	10.9	9.4	8.7	
PBR(倍)	0.98	1.17	1.12	1.03	0.97	0.91	0.84	0.78	
PSR(倍)	1.0	1.7	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	
株価 FCF 倍率(倍)	-	-	-	7.2	27.9	-	-	120.9	
EV/EBITDA(倍)	8.1	-	28.8	10.7	8.5	7.9	7.5	7.4	
配当性向(%)	31.4	-	-	40.1	21.5	21.1	21.0	22.1	
配当利回り(%)	2.0	1.3	1.4	1.5	1.6	1.9	2.2	2.5	
FCF イールド(%)	-5.0	-31.8	-12.5	13.9	3.6	-0.7	-2.8	0.8	
<b>収益性</b>									
営業利益率(%)	12.9	-29.5	-7.8	7.6	11.8	13.2	14.3	14.9	
ROA(%)	2.3	-6.6	-1.1	1.0	2.0	2.3	2.6	2.7	
ROE(%)	6.4	-20.3	-3.9	3.9	7.6	8.6	9.3	9.2	
<b>デュボン3</b>									
純利益率(%)	6.7	-32.7	-4.8	3.8	7.1	8.1	8.9	9.3	
総資産回転率(回)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
財務レバレッジ(倍)	2.7	3.5	3.8	3.9	3.7	3.6	3.5	3.4	
<b>財務健全性</b>									
自己資本比率(%)	36.9	28.4	26.3	25.9	26.9	27.6	28.2	29.3	
D/E レシオ(倍)	1.0	1.6	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	
有利子負債/営業CF(倍)	5.8	-	23.0	4.7	5.6	5.7	5.5	5.6	

株価は5月27日時点

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

東日本旅客鉄道(9020):同業他社比較									
銘柄コード	会社名	終値	日付	予想1期目コンセンサス					
				Rating*	PER(倍)	PBR(倍)	EV/EBITDA(倍)	OPM(%)	ROE(%)
9021	西日本旅客鉄道	4,799.0円	2022/5/27	2	21.9	1.18	10.8	5.8	5.4
9022	東海旅客鉄道	16,445円	2022/5/27	3	15.3	0.86	12.0	26.6	6.2
9142	九州旅客鉄道	2,635.0円	2022/5/27	3	15.5	1.04	10.9	8.8	6.8

\*コンセンサス(I/B/E/S)は5月27日時点、コンセンサスのレーティングは1=Strong Buy、2=Buy、3=Hold、4=Sell、5=Strong Sell

出所:QUICK、Refinitiv

1~3 ページに掲載したデータの算出定義については [https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/Non\\_Fin\\_definitions\\_J.pdf](https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/Non_Fin_definitions_J.pdf) をご覧ください。

## 鉄道運賃・料金制度見直しと今後の改定見直し

### 6月下旬に小委員会が中間取りまとめを公表予定

2022年2月に、国土交通省の交通政策審議会の下に「鉄道運賃・料金制度のあり方に関する小委員会」が設置された。これは、新型コロナウイルス感染症の影響によるライフスタイルの変化や、デジタル技術の発展・普及への対応、地域における交通モード間における連携強化等、現行の運賃・料金制度における課題について議論するためである。現行の鉄道運賃は総括原価方式に基づく上限認可制であり、運賃改定後3年間の全路線の収支見直しに基づき審査するため、今回の感染症影響などの急激な環境変動に対応できる仕組みとなっていなかった。小委員会は5月11日の第6回で論点整理を終えており、6月3日の第7回で中間取りまとめに向けた検討を実施し、6月下旬に中間取りまとめを公表する予定である。

論点は、制度面に関し4つ(下記の論点1~4)、運用面他について2つ(下記の論点5、6)の計6点にまとめられている。

論点1: 利用者の行動変容・利用者ニーズの多様化を踏まえ、需要セグメントに応じた事業者の創意工夫によるサービス提供を可能とする制度とするべきではないか。

論点2: 鉄道事業の地域独占性について、今日的な視点でどのように評価するか。

論点3: 地域独占性の今日的な評価を踏まえた制度の柔軟化と、事業者による説明責任と透明性確保等による利用者利益の保護の両立が必要ではないか。

論点4: 今後の運賃料金制度はどのようにあるべきか。

論点5: コスト効率化による費用抑制と必要投資の確保の両立を可能とする仕組みとするべきではないか。

論点6: 予見し難い社会経済状況の変化への対応を可能とする仕組みとするべきではないか。

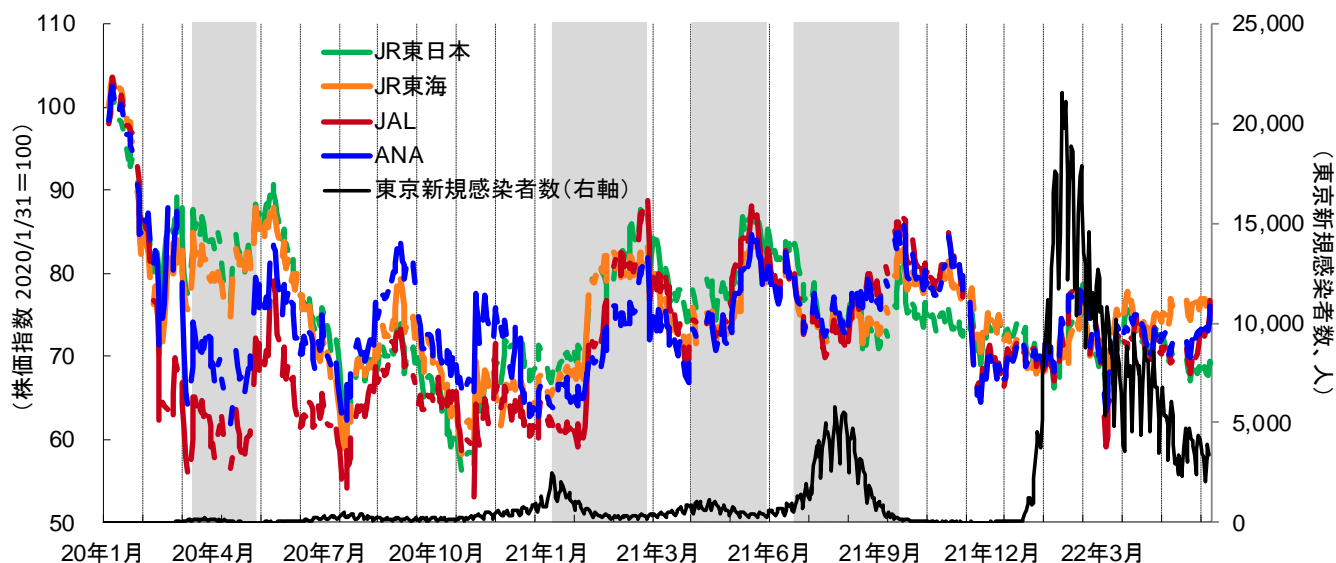
各論点に関し、JR上場4社のほか、日本民営鉄道協会、東京地下鉄、東京都や日本経済団体連合会、全国消費者団体連絡会などへのヒアリングを通じて多様な意見が出されている。弊社では、社会的受容性と透明性を確保しつつ、事業者の創意工夫が発揮できるように柔軟な制度へと見直されると見込んでいる。

現行制度の下では、普通旅客運賃、定期旅客運賃や新幹線特急料金をすべて含む収支見直しに基づいた審査が必要である。通勤・通学の定期旅客は、最も大きな割引サービスを楽しむ顧客であり、その利用が需要のピーク時間帯に集中するという、ビジネスとしては不健全な状態にある。JR東日本が早期実現を要望するオフピーク定期券はその緩和策の1つと言えるが、中長期的には普通旅客運賃の多頻度利用に対する割引サービスの一環として位置づけることなどにより、定期旅客運賃設定の柔軟性が向上することを期待したい。また、特急料金は届出制であるが、新幹線特急料金は例外として認可制となっており、この妥当性に関する議論の深化も期待される。

### 現行制度やバリアフリー料金制度を活用した運賃改定が2023年春に相次ぐ見込み

こうした小委員会での議論とは別に、現行制度の下での運賃改定の動きもみられている。東急(9005)傘下の東急電鉄は、今年1月7日に運賃の上限変更を申請し、4月8日に認可を受け、2023年3月に実施予定である。近鉄グループホールディングス(9041)傘下の近畿日本鉄道は、4月15日に運賃改定を申請した。また、JR東日本は、2021年12月に創設された鉄道駅バリアフリー料金制度を活用し、東京の電車特定区間内の利用に関し10円の加算を2023年3月より実施予定であり、年間230億円の効果を見込んでいる。東京メトロも、2023年3月より同制度を活用予定であり、年間109億円の効果を見込んでいる。また、JR西日本は、京阪神エリアの割安に設定していた特定区間運賃の一部見直しを2023年4月に予定している。

図表1. 株式市場は感染拡大時に買い下がり、収束時に利食いのリオープンングトレードを繰り返してきた  
新型コロナウイルス感染症感染者数と主要旅客輸送企業の株価パフォーマンス推移

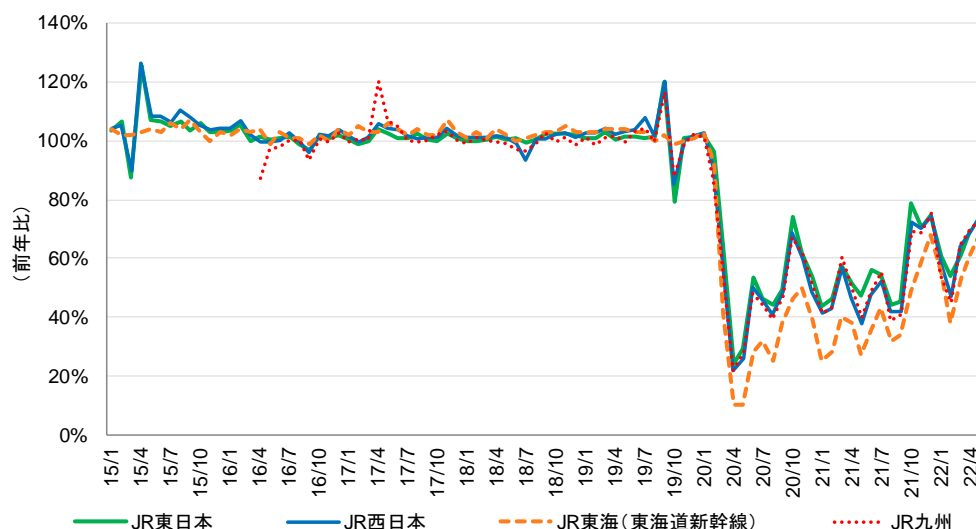


注: グラフ内の塗り潰し部は東京の緊急事態宣言期間を示す、各社の株価を2020年1月31日=100として指数化  
出所: QUICK、東京都、SMBC日興証券

同社の鉄道営業収入は、新型コロナウイルス感染症に伴う移動自粛を反映して一進一退が続いている。20/3期比で1Qは51.5%、2Qは47.9%にとどまったが、緊急事態宣言が解除された3Qは74.5%へと回復した。2022年に入り感染再拡大により落ち込んだが、19/3期比で2月の53.9%を底に、3月は61.2%、4月は69.6%と、3月16日の福島県沖地震に伴い東北新幹線が運休・減便した中でも上向いている。今後も感染症の拡大と収束を反映して一進一退を繰り返す可能性はあるが、中期的には医療的・社会的対応が向上することで需要は本格的に回復すると弊社では想定している。

図表2. 感染状況を反映し一進一退

JR 各社月次データ(前年比水準)



注: 2021年2月以降は各社が公表する感染症拡大前比の数値を使用  
出所: 会社資料、SMBC日興証券



図表3. 弊社予想の修正概要(単位:百万円、%)

9020 東日本旅客鉄道	今回予想				前回予想				増減額			
	23/3予	24/3予	25/3予	26/3予	23/3予	24/3予	25/3予	26/3予	23/3予	24/3予	25/3予	26/3予
連結												
営業収益	2,500,000	2,730,000	2,840,000	2,960,000	2,575,000	2,730,000	2,840,000	2,970,000	-75,000	0	0	-10,000
運輸事業	1,710,000	1,865,000	1,920,000	1,965,000	1,760,000	1,865,000	1,920,000	1,965,000	-50,000	0	0	0
流通・サービス事業	360,000	400,000	430,000	460,000	370,000	400,000	430,000	460,000	-10,000	0	0	0
不動産・ホテル事業	355,000	380,000	400,000	440,000	365,000	380,000	400,000	450,000	-10,000	0	0	-10,000
その他	75,000	85,000	90,000	95,000	80,000	85,000	90,000	95,000	-5,000	0	0	0
営業利益	191,000	323,000	375,000	424,000	266,000	348,000	405,000	444,000	-75,000	-25,000	-30,000	-20,000
運輸事業	53,000	174,000	216,000	250,000	108,000	184,000	231,000	255,000	-55,000	-10,000	-15,000	-5,000
流通・サービス事業	45,000	49,000	52,000	55,000	45,000	49,000	52,000	55,000	0	0	0	0
不動産・ホテル事業	80,000	85,000	90,000	100,000	95,000	95,000	100,000	110,000	-15,000	-10,000	-10,000	-10,000
その他	15,000	17,000	19,000	21,000	20,000	22,000	24,000	26,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
調整額	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	0	0	0	0
単体												
営業収益	1,827,000	1,974,000	2,027,000	2,071,000	1,859,000	1,964,000	2,027,000	2,071,000	-32,000	10,000	0	0
鉄道運輸収入	1,527,000	1,674,000	1,727,000	1,771,000	1,569,000	1,674,000	1,727,000	1,771,000	-42,000	0	0	0
新幹線	450,800	536,900	565,600	594,700	478,200	536,900	565,600	594,700	-27,400	0	0	0
在来線	1,076,200	1,137,100	1,161,400	1,176,300	1,090,800	1,137,100	1,161,400	1,176,300	-14,600	0	0	0
その他収入	300,000	300,000	300,000	300,000	290,000	290,000	300,000	300,000	10,000	10,000	0	0
営業利益	143,000	260,000	299,000	331,000	203,000	273,000	317,000	343,000	-60,000	-13,000	-18,000	-12,000
営業利益連単差	48,000	63,000	76,000	93,000	63,000	75,000	88,000	101,000	-15,000	-12,000	-12,000	-8,000

出所: SMBC日興証券予想

図表4. 残余利益モデルを基準に目標株価は8,000円と設定

残余利益モデルによる株式価値

決算期	期首BPS (円)	EPS (円)	DPS (円)	期末BPS (円)	ROE (%)	残余利益 (円)	現在価値 (円)
22/3	6,719.9	-251.7	100.0	6,348.6	-3.9		
23/3予	6,348.6	249.2	100.0	6,497.8	3.9	-219	-204
24/3予	6,497.8	511.6	110.0	6,909.4	7.6	20	17
25/3予	6,909.4	615.4	130.0	7,398.2	8.6	85	69
26/3予	7,398.2	715.0	150.0	7,963.4	9.3	142	107
27/3予	7,963.4	767.7	170.0	8,567.8	9.2	152	106
ターミナルバリュー					9.2	2,224	1,562
残余利益の現在価値合計							1,657
株式価値=直近本決算実績BPS+残余利益の現在価値							8,006
計算日		22/5/27		株価(円)		6,697	
60ヵ月修正ベータ		1.055		リスクフリーレート		1.0%	
株式リスクプレミアム		6.0%		株主資本コスト		7.33%	

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表5. 連結損益計算書(単位:百万円、%)

9020 東日本旅客鉄道	20/3	21/3	22/3	23/3予	24/3予	25/3予	26/3予	27/3予	23/3会予
営業収益	2,946,639	1,764,584	1,978,967	2,500,000	2,730,000	2,840,000	2,960,000	3,000,000	2,453,000
運輸事業	1,994,522	1,095,730	1,277,035	1,710,000	1,865,000	1,920,000	1,965,000	1,980,000	1,675,000
流通・サービス事業	502,074	318,075	278,186	360,000	400,000	430,000	460,000	470,000	353,000
不動産・ホテル事業	348,521	271,247	352,671	355,000	380,000	400,000	440,000	450,000	353,000
その他	101,519	79,530	71,073	75,000	85,000	90,000	95,000	100,000	72,000
売上総利益	1,012,936	39,940	382,898	741,000	888,000	950,000	1,009,000	1,042,000	
販売費及び一般管理費	632,094	560,298	536,836	550,000	565,000	575,000	585,000	595,000	
営業利益	380,841	-520,358	-153,938	191,000	323,000	375,000	424,000	447,000	153,000
運輸事業	250,575	-532,369	-285,346	53,000	174,000	216,000	250,000	260,000	10,000
流通・サービス事業	34,387	-13,546	14,116	45,000	49,000	52,000	55,000	56,000	50,000
不動産・ホテル事業	74,602	15,156	107,807	80,000	85,000	90,000	100,000	110,000	80,000
その他	23,877	14,760	11,643	15,000	17,000	19,000	21,000	23,000	15,000
調整額	-2,602	-4,358	-2,158	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000
営業外収益	23,911	22,465	44,239	24,000	24,000	25,000	25,000	25,000	
受取利息・配当金	6,150	5,043	9,800	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	
営業外費用	65,227	81,906	69,802	69,000	68,000	68,000	68,000	68,000	
支払利息	60,785	60,663	62,158	63,000	62,000	62,000	62,000	62,000	
経常利益	339,525	-579,798	-179,501	146,000	279,000	332,000	381,000	404,000	98,000
特別利益	64,286	43,467	64,117	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	
特別損失	119,636	167,260	65,118	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	
税金等調整前当期純利益	284,174	-703,591	-180,502	146,000	279,000	332,000	381,000	404,000	
法人税等	83,721	13,263	12,528	30,000	64,000	80,000	95,000	102,000	
法人税等調整額	1,964	-134,153	-98,505	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	
少数株主利益	59	-4,800	423	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	
当期純利益	198,428	-577,900	-94,948	94,000	193,000	230,000	264,000	280,000	60,000
増収率	-1.8	-40.1	12.1	26.3	9.2	4.0	4.2	1.4	24.0
営業増益率	-21.5	赤字転落	赤字縮小	黒字転換	69.1	16.1	13.1	5.4	黒字転換
経常増益率	-23.4	赤字転落	赤字縮小	黒字転換	91.1	19.0	14.8	6.0	黒字転換
当期純利益伸び率	-32.8	赤字転落	赤字縮小	黒字転換	105.3	19.2	14.8	6.1	黒字転換
1株当たり当期純利益(円)	524.9	-1,531.9	-251.7	249.2	511.6	615.4	715.0	767.7	159.1
1株当たり純資産(円)	8,340.0	6,719.9	6,348.6	6,497.8	6,909.4	7,398.2	7,963.4	8,567.8	-
ROE	6.4	-20.3	-3.9	3.9	7.6	8.6	9.3	9.2	-
売上高総利益率	34.4	2.3	19.3	29.6	32.5	33.5	34.1	34.7	-
売上高販売管理費率	21.5	31.8	27.1	22.0	20.7	20.2	19.8	19.8	-
売上高営業利益率	12.9	-29.5	-7.8	7.6	11.8	13.2	14.3	14.9	6.2
売上高経常利益率	11.5	-32.9	-9.1	5.8	10.2	11.7	12.9	13.5	4.0
売上高当期利益率	6.7	-32.7	-4.8	3.8	7.1	8.1	8.9	9.3	2.4

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表6. 単体業績の推移(単位:十億円、%)

9020 東日本旅客鉄道	20/3	21/3	22/3	23/3予	24/3予	25/3予	26/3予	27/3予	23/3会予
営業収益	2,061.0	1,184.1	1,424.1	1,827.0	1,974.0	2,027.0	2,071.0	2,082.0	1,794.0
鉄道運輸収入	1,792.8	954.3	1,113.0	1,527.0	1,674.0	1,727.0	1,771.0	1,782.0	1,491.0
新幹線	565.5	189.5	258.0	450.8	536.9	565.6	594.7	600.8	460.7
在来線	1,227.2	764.6	855.1	1,076.2	1,137.1	1,161.4	1,176.3	1,181.2	1,030.2
その他収入	268.2	229.8	310.9	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	303.0
営業費	1,767.0	1,662.6	1,573.7	1,684.0	1,714.0	1,728.0	1,740.0	1,745.0	1,694.0
人件費	444.4	388.8	369.3	385.0	390.0	385.0	380.0	375.0	386.0
物件費	831.1	773.0	691.3	774.0	790.0	800.0	810.0	815.0	781.0
動力費	64.5	56.4	61.4	74.0	75.0	75.0	75.0	75.0	74.0
修繕費	302.1	292.7	245.4	265.0	275.0	280.0	285.0	285.0	267.0
その他	464.4	423.8	384.4	435.0	440.0	445.0	450.0	455.0	440.0
機構借損料等	83.3	82.9	84.7	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
租税公課	100.6	96.4	98.8	105.0	109.0	113.0	115.0	115.0	107.0
減価償却費	307.4	321.2	329.4	335.0	340.0	345.0	350.0	355.0	335.0
営業利益	294.0	-478.5	-149.5	143.0	260.0	299.0	331.0	337.0	100.0
増収率	-2.5	-42.5	20.3	28.3	8.0	2.7	2.2	0.5	26.0
鉄道運輸収入	-3.4	-46.8	16.6	37.2	9.6	3.2	2.5	0.6	34.0
新幹線	-5.3	-66.5	36.1	74.7	19.1	5.3	5.1	1.0	78.6
在来線	-2.6	-37.7	11.8	25.9	5.7	2.1	1.3	0.4	20.5
その他収入	4.6	-14.3	35.3	-3.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.5
営業費	2.6	-5.9	-5.3	7.0	1.8	0.8	0.7	0.3	7.6
人件費	-1.2	-12.5	-5.0	4.3	1.3	-1.3	-1.3	-1.3	4.5
物件費	5.2	-7.0	-10.6	12.0	2.1	1.3	1.3	0.6	13.0
動力費	-2.4	-12.6	8.9	20.5	1.4	0.0	0.0	0.0	20.5
修繕費	0.3	-3.1	-16.2	8.0	3.8	1.8	1.8	0.0	8.8
その他	9.9	-8.7	-9.3	13.2	1.1	1.1	1.1	1.1	14.5
機構借損料等	-1.7	-0.5	2.2	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
租税公課	3.2	-4.2	2.5	6.3	3.8	3.7	1.8	0.0	8.3
減価償却費	2.7	4.5	2.6	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4	1.7
営業増益率	-25.0	赤字転落	赤字縮小	黒字転換	81.8	15.0	10.7	1.8	黒字転換

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想



図表7. 連結貸借対照表と連結キャッシュ・フロー計算書(単位:百万円、%)

9020 東日本旅客鉄道	20/3	21/3	22/3	23/3予	24/3予	25/3予	26/3予	27/3予
流動資産	857,624	898,406	907,001	1,137,225	1,135,524	1,144,345	1,140,947	1,093,788
現金預金	153,967	198,130	171,194	396,809	327,485	304,354	265,802	207,094
受取手形・売掛金	516,388	470,611	503,581	444,242	485,112	504,659	525,982	533,090
有価証券	0	137	100	100	100	100	100	100
棚卸資産	71,527	87,727	112,219	137,024	149,242	155,493	163,234	165,646
その他の流動資産	115,742	141,801	119,907	159,050	173,586	179,740	185,829	187,858
固定資産	7,679,435	8,018,013	8,184,423	8,324,422	8,554,422	8,874,422	9,284,422	9,584,422
有形固定資産	6,962,034	7,118,150	7,177,855	7,342,855	7,597,855	7,942,855	8,377,855	8,702,855
無形固定資産	124,280	150,825	169,970	164,970	159,970	154,970	149,970	144,970
投資その他の資産	593,120	749,037	836,597	816,597	796,597	776,597	756,597	736,597
資産合計	8,537,059	8,916,420	9,091,424	9,461,647	9,689,946	10,018,767	10,425,369	10,678,210
流動負債	1,549,236	2,032,849	1,688,558	2,046,317	2,141,941	2,235,866	2,427,136	2,459,057
支払手形・買掛金	47,981	52,909	47,876	42,235	46,120	47,978	50,006	50,681
短期借入金・社債	239,600	527,535	317,055	331,964	269,868	288,361	397,342	401,833
その他の流動負債	1,261,655	1,452,405	1,323,627	1,672,119	1,825,953	1,899,527	1,979,788	2,006,542
固定負債	3,814,395	4,326,209	4,984,754	4,938,945	4,914,344	4,988,736	5,026,654	5,060,961
長期借入金・社債等	2,924,145	3,408,053	4,056,682	3,889,652	3,811,540	3,860,340	3,870,340	3,895,340
その他の固定負債	890,250	918,156	928,072	1,049,293	1,102,804	1,128,396	1,156,314	1,165,621
負債合計	5,363,631	6,359,058	6,673,313	6,985,262	7,056,285	7,224,602	7,453,790	7,520,017
純資産合計	3,173,427	2,557,361	2,418,110	2,476,385	2,633,661	2,794,165	2,971,579	3,158,193
自己資本	3,146,196	2,535,027	2,394,928	2,451,203	2,606,479	2,764,983	2,940,397	3,125,011
自己資本比率	36.9	28.4	26.3	25.9	26.9	27.6	28.2	29.3
有利子負債	3,163,745	3,935,588	4,373,737	4,221,616	4,081,408	4,148,701	4,267,682	4,297,173
有利子負債依存度	37.1	44.1	48.1	44.6	42.1	41.4	40.9	40.2
営業キャッシュフロー	548,692	-189,968	190,506	897,121	735,208	727,707	776,019	765,509
税金等調整前当期純利益	284,174	-703,591	-180,502	146,000	279,000	332,000	381,000	404,000
減価償却費	374,742	388,828	392,626	405,000	415,000	425,000	435,000	445,000
その他	-110,224	124,795	-21,618	346,121	41,208	-29,293	-39,981	-83,491
投資キャッシュフロー	-701,601	-749,397	-526,358	-545,000	-645,000	-745,000	-845,000	-745,000
財務キャッシュフロー	43,409	983,385	304,642	-189,845	-177,932	-4,203	30,395	-65,895
配当金支払額	-59,764	-50,032	-37,760	-37,724	-41,496	-48,586	-55,386	-62,006
自己株式取得	-40,018	-8	0	0	0	-30,000	-40,000	-40,000
その他	143,191	1,033,425	342,402	-152,121	-136,436	74,383	125,780	36,111

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

## 補 足

本調査レポートはFINRA並びにSIPCまたはその関連会社に登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc. (以下「SI社」といいます)の米国外関連会社であるSMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)のアナリストが作成したものです。以下、SMBC NIKKOとは、弊社、SI社、および、その他(法律で適用される範囲での)関連会社を指します。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わった米国外のアナリストは、FINRAには登録していません。この米国外のアナリストはSI社に所属しないため、FINRA Rules 2241および2242の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。

本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。当該レポートが米国内または米国の投資家に提供される限りにおいてSI社はその内容に責任を負います。

### 【アナリストによる証明】

SMBC NIKKOが発行する本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの作成および内容に関して主な責任を負います。当該アナリストは、本調査レポートで表明されている見解が調査対象会社やその証券に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また、当該アナリストは、過去、現在、将来にわたり、本調査レポートで特定の見解を表明することに対して直接的または間接的に報酬を一切受領していないこと、また、受領する予定もないことをここに証明します。

### 【投資評価の分布】

SMBC NIKKOがカバレッジしている全銘柄の投資評価の分布状況は(1)の通り、また、投資評価ごとにSMBC NIKKOが投資銀行業務を過去12か月以内に提供した会社の分布状況は(2)の通りです。(2022年05月29日現在)

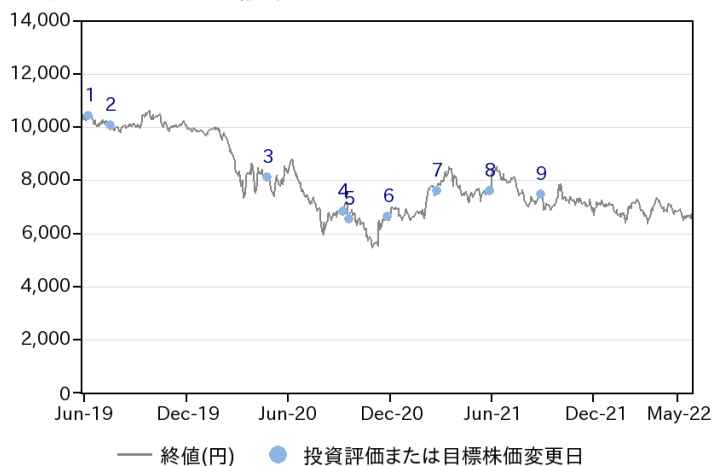
	1 / Buy	2 / Hold	3 / Sell	その他
(1)全調査対象銘柄	39%	56%	3%	2%
(2)投資銀行部門の顧客	32%	30%	24%	18%

※SMBC NIKKOの投資評価である1(アウトパフォーム)、2(中立)、3(アンダーパフォーム)は、FINRAの開示規制に基づくBuy、Hold、Sellにそれぞれ相当するものとして分類しています。ただし、SMBC NIKKOの投資評価は、下記で定義されているとおり、当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価であり、FINRA規制上のBuy、Hold、Sellと同一ではありません。その他は、NR、RS、リサーチ制限銘柄を指しています。

### 【株価チャート、投資評価と目標株価の推移】

(2022年05月27日現在)

東日本旅客鉄道(9020)/ 運輸・倉庫



日付	株価	投資評価	目標株価	業種格付け
2017/10/02	10,240	1	12,600	中立
1 2019/06/07	10,475	1	12,200	中立
2 2019/07/16	10,090	カバレッジ停止	-	-
3 2020/04/23	8,154.0	2	9,900	中立
4 2020/09/07	6,866.0	2	8,200	中立
5 2020/09/17	6,578.0	2	8,050	中立
6 2020/11/25	6,678.0	2	7,900	中立
7 2021/02/22	7,625.0	2	8,000	中立
8 2021/05/27	7,631.0	2	8,200	中立
9 2021/08/27	7,494.0	2	8,100	中立

株価チャートと投資評価の推移については以下のリンクをご覧ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

## 【投資評価及び株価情報の説明】

目標株価は、SMBC NIKKOのアナリストが今後6～12カ月の期間に達すると予想している株価水準です。目標株価の算出根拠とリスクについては、本調査レポートまたはWEBディスクロージャーをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

各銘柄には当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価が付されています。

投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。

- 1(アウトパフォーム)：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を上回ると判断する場合。
  - 2(中立)：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値と同程度と判断する場合。
  - 3(アンダーパフォーム)：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を下回ると判断する場合。
- NR：投資評価を実施しない場合。  
RS：一時的に投資評価を停止する場合。

業種格付けの定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。日本については市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- 強気：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。  
中立：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。  
弱気：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

テクニカルレポートにおける個別会社の評価及び株価予想は、過去の株価パフォーマンスやポジション分析などテクニカル分析の手法に基づくもので、当該会社のファンダメンタルズ分析に基づくものではありません。したがって、テクニカル分析に基づく個別会社の評価及び株価予想は、当該会社の調査を担当するSMBC NIKKOのセクターアナリストがファンダメンタルズ分析に基づいて行う評価ならびに同分析から算出する目標株価とは一致しない場合があります。

## 【対象会社に関する特記事項】

以下の開示情報は、SMBC NIKKOと対象会社との関係性を示しています。

米国等含む規制当局から求められる対象会社に関する開示事項は以下に、米国以外の規制当局のみから求められる開示事項はさらにその下に記載しています。

## 【米国規制等で求められている開示情報】

2. SMBC NIKKOの役員は、本調査レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
- 3-1. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の1%以上(ただし規制上合算することを求められていない関連会社分を除く)を保有しています(前月末時点)：東日本旅客鉄道
4. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去12か月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として過去12か月以内に報酬を受領しています：東日本旅客鉄道
6. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として今後3か月以内に報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています：該当なし
7. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社から過去12か月以内に投資銀行業務以外の業務に係る報酬を受領しています：東日本旅客鉄道
8. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：東日本旅客鉄道
9. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務以外の証券業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：東日本旅客鉄道
10. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と証券業務以外の業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：該当なし
11. SMBC NIKKOは、株式のマーケットメイク業務およびリクイディティ・プロバイダー(LP)業務を行っていません。
12. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
13. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
14. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券を保有しています：該当なし
15. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、過去12か月間に本調査レポートの対象会社から報酬を受領しています：該当なし(2022年05月27日現在)

## 【米国以外の規制上求められている追加開示情報】

1. SMBC NIKKOは、本調査レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります(ただし合算することを求められていない関連会社分を除く)：該当なし
- 3-2. SMBC NIKKOは、0.5%超(ただし合算することを求められていない関連会社の保有分を除く)の株式ネットロングポジションを保有しています(本調査レポート発行日の2営業日前時点)：該当なし
- 3-3. SMBC NIKKOは、0.5%超(ただし合算することを求められていない関連会社の保有分を除く)の株式ネットショートポジションを保有してい

ます(本調査レポート発行日の2営業日前時点):該当なし  
(2022年05月27日現在)

### 【その他の重要開示情報(米国)】

アナリストの報酬は、投資銀行業務収益を含むSMBC NIKKO全体の収益に基づき支払われています。  
本調査レポートの発行ならびに配布時点において、アナリストまたは当該本調査レポートの内容に影響力を持つ関係者が知るまたは知り得る、当該アナリストまたはSMBC NIKKOにおける重要な利益相反はありません。

本調査レポートは、SMBC NIKKOが信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承ください。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任においてご使用ください。

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、SMBC NIKKOが情報の提供を目的に作成したものです。  
本調査レポートにある情報の使用による結果について、SMBC NIKKOが責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。  
本調査レポートは米国では機関投資家向けにのみ配信を想定しています。

SMBC NIKKOのリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。SMBC NIKKOはかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。SMBC NIKKO及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

### 【その他の重要開示情報(米国外)】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、SMBC NIKKOが情報の提供を目的に作成したものです。  
本調査レポートにある情報の使用による結果について、SMBC NIKKOが責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。  
SMBC NIKKOのリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。SMBC NIKKOはかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。SMBC NIKKO及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。SMBC NIKKOは本調査レポート上での推奨に関して対象会社と契約を締結していません。  
本調査レポートは、SMBC NIKKOから配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。  
本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、SMBC NIKKOまたは各社の商標または登録商標です。

### 【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

**[手数料等について]**(本邦における非居住者および金融商品取引法上の特定投資家等一部のお客様においては、手数料が個別に決定されるため、以下の表記通りではありません。)

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.265%(ただし、最低手数料5,500円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

#### **[リスク等について]**

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると同時に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある



場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各店舗までお願いいたします。

#### 【弊社の商号等】

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

#### 【弊社の加入協会】

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

#### 【国別・地域別の開示事項】

日本国外への本調査レポート配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

**【カナダ】** 本調査レポートは証券の売買を勧誘するものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

**【香港】** 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

**【中国】** 本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

**【台湾】** 台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

**【英国、EU、中東およびアフリカ、("EMEA")】** 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited(以下「CMLN社」といいます)あるいはSMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH(以下「CMFRA社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CMLN社あるいはCMFRA社の見解とは必ずしも一致しません。CMLN社あるいはCMFRA社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性があります。その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited(所在地: One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137))は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority、所在地: 12 Endeavour Square, London, E20 1JIN)の認可を受け、監督下にあります。

<http://www.smbcnikko-cm.com/corporate/our-policies/mifid-ii.html>

SMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH(所在地: Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Germany 登記番号 HRB110304)は、ドイツの法律のもとで法人化された法人で、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin")の認可を受け、監督下にあります。

<http://www.de.smbcnikko-cm.com/our-policies.html>

**【アラブ首長国連邦】** 本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority, Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされており、本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。

**【香港】(SMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd. (以下「NKSG社」といいます) Private Wealthのお客様向けディスクレマー)** 本調査レポートは、NKSG社によってシンガポールから配布されます。NKSG社はシンガポールのMonetary Authority of Singapore から認可を受けています。本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。本調査レポートはお客様の要請により情報提供のみを目的として配布されます。SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による事前の承認なく、無断で複製または第三者への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。

**【シンガポール】** 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.(以下「NKSG社」といいます)によって配布されるものです。NKSG社は、Financial Advisers Act (Cap.110)(以下「FAA」といいます)において定義されるexempt financial adviserであり、Monetary Authority of Singaporeの監督下にあります。本調査レポートは、NKSG社の海外の関係会社が作成したものであり、Financial Advisers Regulations(以下「FAR」といいます)のRegulation 32Cの規定に準じてNKSG社が配布します。本調査レポートを受領したお客様は、自身がFARにおいて定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。NKSG社は、NKSG社がお客様に提供する金融アドバイザリーサービスにおいて、FAA、FAR、その他関連の通達やガイドライン等による特定のコンプライアンス遵守の適用から除外される場合があります。具体的には、(i)FAAセクション25(FARのRegulation 33(1)に基づく)、(ii)FAAセクション27(FARのRegulation 34(1)に基づく)、(iii)FAAセクション36(FARのRegulation 35(1)に基づく)が該当します。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、シンガポールにおける有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

**【タイ】** 本調査レポートは受領されたお客様のみ配布され、その他何人もこの情報に基づいて行動することはできません。本調査レポートはお客様からの要請により情報提供のみを目的として配布されます。SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による事前の承認なく、無断で複製または第三者への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。本調査レポートの内容はタイ証券取引委員会又はその他タイ規制当局の許可・承認を得たものでもなく、またそれら機関に登録されたものでもありません。本調査レポートに含まれる情報は、SMBC日興証券株式会社又は

タイのグループ会社による有価証券又はそれに関連する商品に係る提案、勧誘、広告、募集、販売、投資助言又は何らかのサービスの利用の勧誘を目的としたものでもなく、またそれらの行為を構成するものでも一切ありません。お客様に書面又は口頭で伝達、転送又は開示されたかどうかに関わらず、SMBC日興証券株式会社、その代表者、取締役、従業員及びその他SMBC日興証券株式会社と関係のある企業のいずれにおいても、本調査レポートの内容あるいはその他の情報が完全、正確であることは、明示的、黙示的にも表明・保証いたしかねます。

**[マレーシア]** 本調査レポートは、お客様の要望に基づきマレーシア国外から配布されます。マレーシア居住者に提供されるサービスは、いずれもマレーシア居住者からの特定の要望に基づいたものであり、マレーシア国外からオフショアベースでのみ提供されます。本調査レポートの配布は同様に特定の要望に基づいて配布されるものであり、受領者以外への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。

当該業務の本質上、SMBC日興セキュリティーズ(シンガポール)は、マレーシア居住者に対し金融商品に言及した資料や情報をマレーシア国外から提供する場合があります。当該資料や情報または本調査レポートに含まれる情報のいずれもマレーシアでの有価証券の募集の申込み、購入、またはそれらの勧誘、商品販売を目的としたものではなく、またそれらの行為を構成するものでもありません。当レポートの配布および内容はthe Securities Commission of Malaysiaから確認や認可を受けておりません。

**[インドネシア]** 本調査レポートに含まれる情報は一般的な情報であり、Indonesian capital markets laws and regulationsが定義する特定の証券または金融サービス・商品のインドネシア国内での発行や販売、あるいは購入または募集の申込みを推奨するものではありません。また、レポート受領者の特定のニーズや金融状況を考慮しているものでもありません。本調査レポートの内容は、妥当性または適切性においてインドネシア規制当局の認可・承認・確認を受けておりません。

その他の重要な開示情報については、以下の宛先、またはお取引部店までお問い合わせください。

〒100-6519 東京都千代田区丸の内1-5-1 SMBC日興証券株式会社 株式調査部